

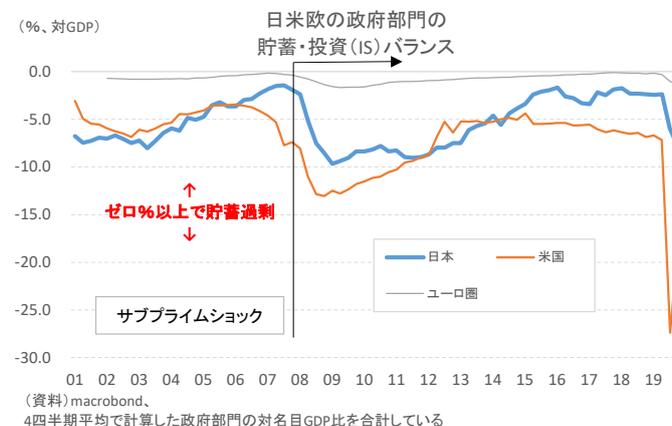
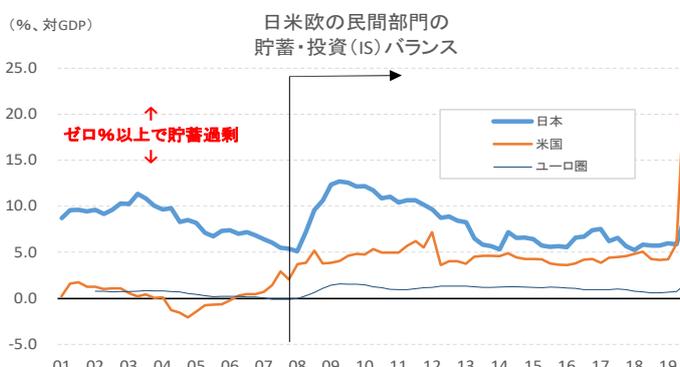
みずほマーケット・トピック(2021年2月22日)

「民間部門の貯蓄過剰」は今後の「マグマ」なのか？

G7 首脳会議ではさらなる経済対策を講じる決意が示された。「当面、政府部門が経済をけん引するかどうか」はアフターコロナの世界経済を展望する上で極めて重要な論点。昨春以降の本欄ではパンデミックを受けた世界経済では「お金を使わないことが正義」が先に立ち、貯蓄・投資(IS)バランスにおいて家計・企業部門(以下民間部門)が貯蓄過剰主体としての際立った存在感を見せてくる恐れがあると懸念してきた。マクロ経済上は、その「民間部門の貯蓄過剰」が「政府部門の貯蓄不足(≒財政赤字)」と均衡することで景気の底割れが防がれることになる。2020年の主要国では、こうした「民間部門の貯蓄過剰 vs. 政府部門の貯蓄不足」という構図が浮き彫りになった。最近ではこうした貯蓄過剰を「マグマ」と見立て、停滞期脱却後の燃料と見なすような論調が増えている。その考え方も一理はある。だが、かつての日本の経験に照らせば、バブル崩壊という強いショックを経て、企業部門がリスクテイク能力を失い、民間部門全体で貯蓄過剰が強まった。ユーロ圏も同じ道を辿っている。米国がどうなるかは非常に興味深い。

～「民間部門の貯蓄過剰 vs. 政府部門の貯蓄不足」～

先週19日は日米欧の主要7か国(G7)首脳会議がオンラインで開催された。会議後の首脳声明では「2021年を多国間主義のための転換点とする」と明記されたことのほか、気候変動問題への協調姿勢など、トランプ政権との対比が鮮明化されたことに注目が集まるが、今次危機に対する経済対策に関して「過去1年にG7全体で6兆ドルを超える前例のない支援をしてきた」とされ、「雇用を守り、強固で持続可能で均衡ある経済回復」を実現するためにさらなる経済対策を講じる決意が示されたことも見逃せない。「当面、政府部門が経済をけん引するかどうか」はアフターコロナの世界経済を展望する上で極めて重要な論点となる。昨春以降の本欄では繰り返し、パンデミックを受けた世界経済では「お金を使わないことが正義」が先に立ち、貯蓄・投資(IS)バランスにおいて家計部門や企業部門(両部門の総称を以下民間部門と呼ぶ)が貯蓄過剰主体としての際立った存在感を



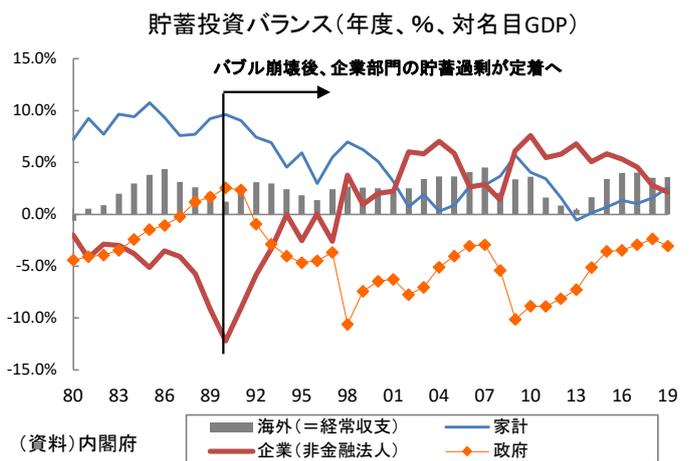
見せてくる恐れがあると強調してきた。マクロ経済上は、その「民間部門の貯蓄過剰」が「政府部門の貯蓄不足(≒財政赤字)」と均衡することで景気の底割れが防がれることになる。2020年の主要国では、こうした「民間部門の貯蓄過剰 vs. 政府部門の貯蓄不足」という構図が浮き彫りになった(前頁図)。後述するように、それはバブル崩壊後の日本、欧州債務危機後のユーロ圏が陥った罠でもあり、需要不足に根差した物価の低迷、その結果としての金利の低位安定に至る話である。

中央銀行のゼロ金利、国債利回りの低位安定、量的緩和、低迷する物価などは「日本化の象徴」として引用されやすいが、結局は「民間部門の貯蓄過剰」が真因であり、それによって消費・投資意欲を十分に引き出せる金利(自然利子利率、潜在成長率とも近似)が低下しているという事実を理解したい。なお、前頁図に示すように、2020年の日米欧で「民間部門の貯蓄過剰 vs. 政府部門の貯蓄不足」が一番はっきり出たのが米国だった。2020年の米国と言えば、GDP比で20%に及ぶ規模の財政出動が実行され、その中身も「就労意欲を削ぎ、長期労働者を逆に増やす」と懸念されるほど手厚い失業保険など、直接給付型の方策が注目を集めた。IS バランスにおいて「民間部門の貯蓄過剰、政府部門の貯蓄不足」という構図が出たのは必然の帰結だろう。

～貯蓄は「マグマ」になり得るのか?～

こうした貯蓄過剰を「マグマ」と見立て、停滞期脱却後の燃料と見なすような論調も増えている。米国においてアフターコロナにおけるインフレ高進を懸念する議論が活発化していることは先週の本欄¹でも議論したが、抑圧されている民間部門の貯蓄が非線形に消費・投資活動を押し上げるのではないかという半ば期待混じりの先行き懸念は最近よく目にする。2月21日の日本経済新聞電子版は『たまる消費の反発力 貯蓄率、日米欧で最高水準』との記事を報じており、やはり貯蓄を「反発力」と見なす論説を掲載している。確かに、今回は人為的に経済活動を制限した結果の貯蓄急増であるため、2020年に見られたようなISバランスの構図が半永久的に続くとは思えない。

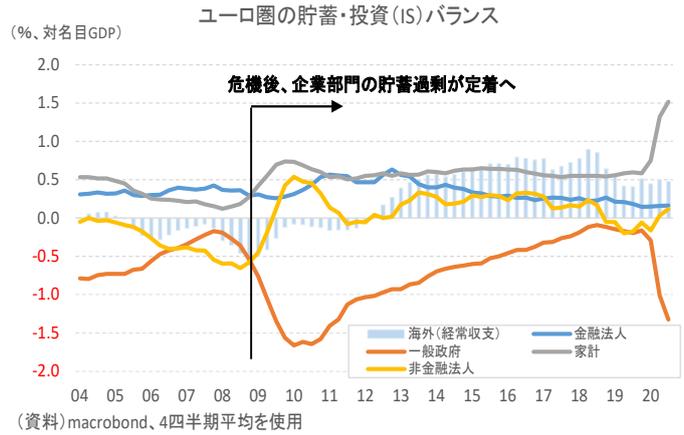
だが、かつての日本の経験に照らせば、バブル崩壊という強いショックを経て、企業部門がリスクテイク能力を失い、民間部門全体で貯蓄過剰が強まったことも留意したい。図に示されるように、1990年代に入ってから、企業部門が貯蓄不足主体から貯蓄過剰主体へとにわかに切り替わっている。バブル崩壊を経て需要不足に陥り、期待成長率が低迷する中、有望な投資機会が失われた結果と考えられる。いや、有望な投資機会があったはずなので、ショックで毀損した財務や心理



の状況を踏まえ、投資機会を発見する能力ないし発見しても実行に移す能力が低下していたという表現の方が正確なのかもしれない。いずれにせよ、バブル崩壊を経て、成長率が慢性的に低迷し、物価も上がらなくなり、金融政策が「流動性の罠」に陥ったという事実は周知の通りである。

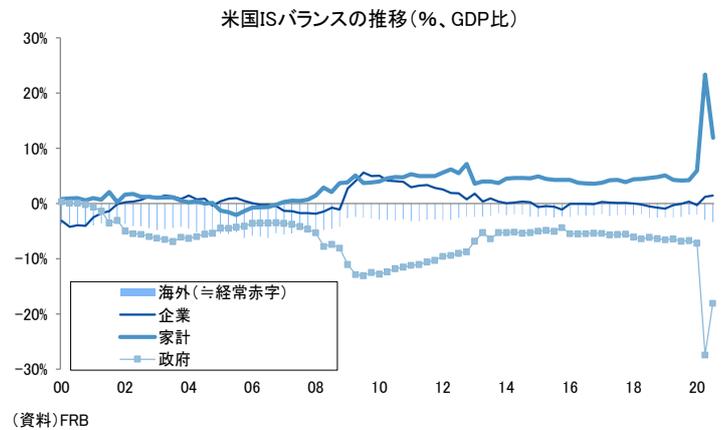
¹ 本欄 2021年2月16日号『アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争』をご参照下さい。

こうした日本経済と似たような道をユーロ圏も辿っている。2008年9月にリーマンショックを伴う金融危機を経験した約1年後、欧州債務危機も併発することになった。金融市場で欧州債務危機が話題に上がらなくなった2013年頃まで、実に4年間、ユーロ圏の政治・経済・金融情勢は塗炭の苦しみを味わうことになった。こうした結果、2008年9月以降、ユーロ圏の企業部門(図中では非金融法人)が貯蓄過剰主体に転じ、以後、それが常態化するようになってしまった。「強いショックは企業行動を変えてしまう」という日本の経験はユーロ圏でも概ね実証された感がある。欧州債務危機自体は2013年に概ね収束したが、域内の賃金・物価は低迷したままであり、2014年6月には本家である日本よりも先にマイナス金利導入に踏み切った。2018～19年にかけては再び貯蓄不足主体へ回帰する兆候も見られたが、今回のショックで再び貯蓄過剰主体に引き戻されている。今のユーロ圏の雰囲気を見るにつけ、企業部門が景気のけん引役になるのは当分難しそうである。



～米国企業は今回も踏ん張れるのか?～

同じ道を米国も辿るのだろうか。日欧と異なり、米国は現時点のインフレ期待も力強く、リーマンショック後も複数回の利上げをできた国なので「民間部門の貯蓄過剰」を起点とする日本化現象とは縁遠い可能性もある。米国のISバランスに目をやると、サブプライムショックを境に家計部門が、リーマンショックを境に企業部門が貯蓄過剰主体に転じた。その後、家計部門の貯蓄過剰は不変であるが、企業部門は均衡もしくは貯蓄不足主体として景気をけん引する動きを見せていた。企業部門は踏ん張れたので「日本化圧力を半分は乗り切った」という印象が抱かれる。しかし、2020年に入り、企業部門はやはり貯蓄過剰主体に転じてしまった。もちろん、2020年の動きは不可抗力だが、今年、再び貯蓄不足主体に戻るような動きが見られるかは米国経済を中長期的に占う上で非常に重要なポイントと考えられる。



市場営業部・金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)

daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年2月19日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明記された「ユーロ高反転」～)
2021年2月18日	動き始めた米実質金利への懸念～10年1.3%到達を受けて～
2021年2月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年1月分) アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について～「挙国一致」と「寄せ集め」の狭間～
2021年2月12日	週末版(下がらない実質金利とイールドスプレッドの現状～やはり気になる「米10年金利1.5%」という節目～)
2021年2月9日	円相場の需給環境～貿易均衡国という新常态～
2021年2月8日	試される「双循環」～人民元の上昇は容認されるか～
2021年2月5日	週末版(なぜユーロ圏消費者物価指数(HICP)は急騰したのか?～一過性のまやかかし～)
2021年2月4日	最悪の落ち込みとなった2020年のユーロ圏経済
2021年2月2日	イスラエルリスクをどう考えるか～世界の実験室～
2021年1月29日	週末版(マイナス金利深掘りを示唆し始めたECB～その理由はどこに?～)
2021年1月27日	米10年金利はどこまで上がりそうか?
2021年1月25日	最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢
2021年1月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「次の一手」はYCC?～)
2021年1月20日	「強いドル」とは言わなかったイエレン新財務長官
2021年1月19日	直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年12月分)
2021年1月18日	金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか?
2021年1月15日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年～)
2021年1月13日	実質金利の上昇はどこまで容認されそうか?
2021年1月12日	米12月雇用統計の読み方～ヘッドラインに引きずられずに～
2021年1月8日	週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス～いつも通りの済し崩し～)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
2021年1月4日	低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒
2020年12月28日	英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A
2020年12月25日	週末版
2020年12月24日	やっぱり狭かったドル/円の値幅～3つの背景～
2020年12月23日	期待指数に薄日も差し込んできた米消費者マインド
2020年12月21日	2021年も続く「金融市場と実体経済の乖離」
2020年12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
2020年12月15日	イエレンダッシュボードで見る米雇用の現状
2020年12月14日	ドル安の裏側には何かがあるのか?～元、ユーロの存在～
2020年12月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)
2020年12月10日	「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ
2020年12月8日	前門のプレグジット、後門の次年度予算
2020年12月7日	米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～
2020年12月4日	週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇～2021年の政策運営に影響必至か?～)
2020年12月2日	過去に類類のない物価低迷に直面するユーロ圏
2020年12月1日	実質金利とドル/円相場にまつわる議論について
2020年11月27日	週末版(緩和の「收穫通減」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)
2020年11月25日	拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感
2020年11月24日	ECBの振りかざす「2段階アプローチ」とは
2020年11月20日	週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とプレグジット交渉の行方 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)
2020年11月17日	日米欧三極の成長率～急落と急騰の先にあるもの～
2020年11月16日	ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか?
2020年11月13日	週末版
2020年11月12日	結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～
2020年11月11日	円高・ドル安予想を修正する必要があるのか?
2020年11月10日	アフターコロナ&アフターランプに沸く金融市場の整理
2020年11月6日	週末版
2020年10月30日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)
2020年10月29日	ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和と仕事～
2020年10月27日	中銀は環境に貢献すべきか?～ESG全盛の中で～
2020年10月26日	解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～
2020年10月23日	週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか?～年初来の対ドル変化率を振り返って～)
2020年10月22日	続・プレグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～
2020年10月20日	IMF秋季世界経済見通し改定の見られるリスクシナリオ
2020年10月19日	過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)
2020年10月16日	週末版(この状況でも底堅いユーロ相場～IMF最新見通しでも欧米成長率格差は過去最大～)
2020年10月15日	「ミニ合意」騒動とEU首脳会議の行方
2020年10月14日	元高の背景を整理～バイデントレードに加え金利と需給～
2020年10月13日	米大統領選挙に対する市場感度をどう整理すべきか?
2020年10月9日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月8～9日開催分)～露骨なユーロ高けん制の実情～)
2020年10月8日	深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢
2020年10月6日	プレグジットQ&A～現状と展望のための6つの論点～
2020年10月5日	バイデントレードとは何か?～元買い、ペソ買い、株売り～
2020年10月2日	週末版(日銀短観(9月調査)を受けて～業況改善の裏で進む業績悪化と不安な設備投資～)
2020年10月1日	米株高と企業収益、そして恒常所得の関係
2020年9月29日	日米欧で最大になったECBバランシート
2020年9月28日	「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済
2020年9月25日	週末版
2020年9月24日	為替市場を規定するユーロの値動き
2020年9月23日	越冬リスクという論点～安全資産「金」の薄さ～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年8月分)
2020年9月18日	週末版(通貨高に苦しむECB～通貨政策化する金融政策～)
2020年9月17日	FOMCを終えて～日銀に似てきた情報発信
2020年9月15日	アベノミクスからスガノミクスへ～マクロ政策からミクロ政策へ～
2020年9月14日	マネー急増から何を読むべきか?～「インフレの芽」なのか?～
2020年9月11日	週末版(ECB政策理事会について～実感する「ECBの日銀化」と「ユーロの円化」～)
2020年9月9日	過去の後退局面と何が異なるのか?～米雇用の深手～
2020年9月8日	ECB政策理事会プレビュー～ユーロ高けん制に動くか?
2020年9月7日	米8月雇用統計から何を読むか?～「宿泊・飲食」の深手～